

外商并购是“创造”还是“破坏”了我国企业的市场价值

■ 蒋冠宏

摘要:本文利用2004–2015年BVD统计的并购数据研究了外商企业并购对我国企业市场价值的影响。在理论假设的基础上,利用事件研究法分析了在公告日各窗口外商并购对我国被并购企业股票异常收益率的影响。通过事件分析,发现总体来看我国被并购企业获得了显著为正的异常收益率,但所有制、并购规模、支付方式、外资来源国和行业等差异会造成不同影响。相对而言,我国国有企业、现金支付方式、欧美发达国家企业、高新技术和制造业等并购为我国企业创造了更高市场价值。然而,金融行业和其他服务业的并购为我国被并购企业创造的市场价值较低。在此基础上,本文构建计量模型进行检验,发现上述结论仍然成立。此外研究还发现,并购双方行业相关性越大,为我国企业创造的市场价值越大;并购规模越大,创造的市场价值也越大;被并购前我国企业的市值越高,并购后创造的市场价值越低;被并购前我国企业的盈利能力越强或经营效率越高,并购后我国企业获得市场价值越大。

关键词:外商并购;市场价值;事件研究法;外商直接投资

中图分类号:F832.5 文献标识码:A 文章编号:1009-3540(2019)06-0004-0010

一、问题的提出

改革开放以来的发展经验证明,外商直接投资对我国经济增长起到了重要作用。就外商直接投资对我国经济的影响来看,目前的研究主要从两个层面展开:其一,主要探讨外商直接投资对我国经济增长、技术溢出和研发创新等方面的影响(王红领等,2006;蒋殿春和张宇,2008)。其二,基于上市企业探讨外商并购对我国企业市场价值的影响(李梅,2008;邱伟年和欧阳静波,2011)。上述文献分别从长期和短期来考察外商直接投资对我国经济的影响。受数据限制,有关外商并购影响我国企业市场价值的文献还较少。外商并购是“创造”还是“破坏”了我国企业的市场价值?这是公司金融领域和跨国公司研究领域的热点话题(Bris和Cabolis,2008)。具体而言,该研究主要从两个方面进行:其一,利用

标准事件研究法探讨跨国并购对并购企业或目标企业市场价值的影响(Magenhein和Muller,1998;Uddin和Boateng,2009)。其二,探讨了影响跨国并购后双方企业市场价值的相关因素(Auster和Sirower,2002;Mantecon,2009)。因此,基于公司金融和跨国公司理论研究跨国并购对目标企业市场价值的影响是一个重要课题。

外商直接投资模式对我国经济发展特别是微观企业有何影响?针对该问题,已经有部分国内学者进行了小范围研究(李梅,2008;邱伟年和欧阳静波,2011)。由于数据的局限性,这些研究还存在较多问题。如,样本数据的代表性、研究广度和深度等问题。我国吸收的外商直接投资一直处于世界前列,是全球跨国公司投资的热点地区。随着我国金融市场的发展,特别是证券市场的发展,跨国公司并购的方式进入我国已经成为一种重要投资方式。所以

作者简介:蒋冠宏(1981-),男,南开大学博士,厦门大学副教授。

针对上述问题和背景,本文探讨的主要问题是:外商并购是“创造”还是“破坏”了我国企业的市场价值。

本文的贡献主要体现在以下几个方面:第一,拓展了目前相关研究的广度和深度。本文不仅考察了外商并购对我国企业市场价值的影响,还深入探讨了外资来源国、行业、支付方式、并购方式和所有制等差异对企业市场价值的影响。第二,利用更加完备的数据解决了样本的代表性问题。本文利用BVD全球跨国并购数据库记录的并购事件,收集了2004-2015年外商在华的574起并购事件。这使得本文考察的样本更有代表性、结论更具一般性。第三,本文基于公司金融理论实证检验了外商并购对我国企业市场价值的影响因素,这是对相关研究的较新拓展。

二、理论假设

(一)目标企业特征

本文重点分析目标企业的所有制特征。我国国有企业具有较大市场影响。如,我国国有企业可能享有政府的财税支持、预算软约束,金融部门的信贷也通常偏向国有企业。这就使得国有企业能够掌握更多资源,并在市场竞争中具有“先天”优势。然而,国有企业始终面临“委托-代理”问题。这也使得我国国有企业尽管有较强的市场垄断地位,但经营效率却普遍低下。为了提高企业的管理水平和公司治理规范性,我国国有企业选择引入战略投资者以达到上述目的。如,国有商业银行和其他中央大型企业引入欧美发达国家的战略投资者。这种模式以“我”为主,同时引入“洋教练”出谋划策,采用先进的西方公司治理体系来改造国有企业。这种“联姻式”的企业并购,通过引入战略投资者,采用后者的先进管理经验和制度来经营企业,可能会收到良好的效果(Graebner和Eisenhardt,2004)。从目前关于跨国并购的主流研究来看,公司治理差的企业被公司治理好的企业并购,有助于提升前者的市场价值(Martynova和Renneboog,2008)。因此,如能通过引入战略投资者提升国有企业的治理能力,则势必会提升相关企业的市场价值。据此,本文提出理论假设:

H1:与其他被并购企业相比,外商企业并购我国国有企业对其市场价值的提升作用更大。

(二)并购规模和股权比重

目前,学术界对并购规模和股权比重对目标企业市场价值的影响识别还比较模糊。一方面,学者们认为并购规模越大或股权比重越大,则更有利于双方企业发挥战略资源的协同效应,促进并购的规

模经济和范围经济的发挥(Chari et al.,2004)。由于并购规模的增加更利于获取双方的战略资产,从而有助于增加双方企业的市场价值(Moeller et al.,2004)。并购规模的增加也有助于双方企业提升市场占有率,在全球范围内更高效率开发资产价值,从而提高双方企业的利润率(Aybar和Ficici,2009)。然而由于信息不对称,规模较大的并购可能增加双方企业整合的难度,提升交易的挑战性,或过高估计并购后的协同效应(Aybar和Ficici,2009)。并购规模小实际上更有利于双方企业的整合,因而对企业市场价值的提升作用更明显(Danbolt,2004)。所以,目前研究也发现并购规模的增加对目标企业市场价值的影响可能是不确定的,就该问题还未达成共识。因此,本文提出理论假设:

H2:外商企业并购规模或持有股权比重对我国企业的市场价值影响可能是不确定的。

(三)并购的溢价

很多学者就并购溢价的决定因素及其对双方市场价值的影响进行了深入研究。学者们认为经理人的非理性和狂妄自大推高了并购溢价(Martynova和Renneboog,2005)。很多文献从经理人的过分自信来解释并购或跨国并购发生的原因(Malmendier和Tata,2005)。由于管理层“过度自信”与“狂妄”,他们在并购时往往支付更高的竞标价格,从而进一步恶化现金流,损害了企业市场价值(Malmendier和Tata,2008)。因此,过高的并购溢价实际上破坏了并购企业的市场价值。与之对应,目标企业接受的并购溢价越高,则意味着其资产可以在更高的价格出售。在完全竞争的资产市场上,并购溢价越高则预示着目标企业的整体资产升值,从而提升其市场价值。综上所述,本文提出理论假设:

H3:外商并购支付的并购溢价越高,则有助于提升我国企业的市场价值。

(四)支付方式

并购的支付方式包括现金支付、股权支付或两者结合。现金支付更有利于提升目标企业的市场价值(Goergen和Renneboog,2004)。当存在严重的信息不对称时,并购者无法准确识别目标企业的股权价值,因而往往倾向于选择现金支付方式。相反,如果并购者有充分的信息能够准确识别目标企业的股票价值,则倾向于选择股权支付方式。原因是,如果采用股权支付的话,则双方可以共同分担或共享并购发生后股票价值波动的风险或收益(Martin,1996)。为什么现金支付能够更有效提升目标企业的市场价值?其一,现金支付增加了目标企业的股

东纳税负担,因而要求并购企业支付更高的并购溢价,从而提升了目标企业的整体市场价值(Mann和Kohli,2011)。其二,现金支付的企业通常是经理人掌握重要控股权,这些经理人更有动力追求双方企业的价值提升,因而也惠及目标企业(Amihud et al.,1990)。因此,现有研究都发现现金支付更有利于被并购企业的市场价值提升(Danbolt,2004)。因此,本文提出理论假设:

H4:与其他支付方式相比,现金支付更利于提升我国企业的市场价值。

(五)行业相关性

并购双方的行业相关性也是影响双方市场价值的重要因素。并购后的协同效应在很大程度上取决于并购双方行业的相关性。这种行业相关性或相似性通常可以促成并购后双方企业技术和技能知识的扩散、规模经济和范围经济的发挥、生产重新有效配置和降低管理松散程度等(Bertrand和Zitouna,2008)。如果并购双方同属相似行业,并购双方经营运行和金融资产也更有可能发挥协同效应。因此,与非相关行业并购相比,如果并购发生在相似行业则双方企业获得的市场价值提升更大(Akbulut和Matsusaka,2010)。所以,本文提出理论假设:

H5:如果并购发生在相关行业,则更有利于提升我国企业市场价值。

(六)外商来源国

外商来源国的差异通过两个渠道影响被并购企业的市场价值,分别为更优良的管理制度(企业管理制度、会计披露制度和法制规范等)和知识性资产的共享(技术、研发和品牌等)。与其他国家相比,欧美发达国家能够提供的资源可能更加优质(Bebenroth和Hemmert,2013)。欧美发达国家的跨国公司为了发挥其竞争优势,通常向被并购企业转移先进技术、知识和其他有价值的资源。目标企业通过吸收这些知识和资源能够提升自身竞争力,从而增加其市场价值。欧美国家企业在管理和制度上的建设也更加完善,跨国并购发生后也有助于制度和管理能力向目标企业转移。这种非知识性资源的转移使得被并购企业提升管理水平,从而提升其市场价值(Martynova和Renneboog,2008)。与欧美发达国家相比,其他国家企业的跨国并购更可能是获取先进的技术和重要资源等(Luo和Tung,2007)。这就暗示目标企业能够获得技术和重要资源相对较少。因此,本文认为欧美发达国家跨国公司的并购可能更有助于目标企业的市场价值提升。据此,提出理论假设:

H6:与其他国家并购相比,来自欧美发达国家

的外商并购更能促进我国企业市场价值提升。

(七)并购行业特征

并购“协同效应”来自技术知识、品牌、金融财务和管理技能等资源的共享。不同行业的上述资源共享程度可能存在明显差异。本文主要讨论制造业与非制造业、高新技术行业与其他行业以及金融行业与其他行业的差异。首先来看制造业与非制造业。在制造业的并购不仅给目标企业带来了技术知识和品牌资源,也带来制度性的管理和财务支持(Francis et al.,2008)。双方企业利用整合的资源促进发挥“协同效应”。非制造业并购中可以共享的可能是制度性管理。由于非制造业提供的产品大部分是不可贸易的,需要依据当地市场偏好来生产。管理技能的本土化适应性和非制造业产品的不可贸易,可能导致上述资源是否适用于目标企业是不确定的。这也就表明制造业的并购给目标企业创造的市场价值可能更加明显。

高新技术行业的并购给目标企业带来的战略资源更加显著和优质(Bhagat et al.,2011)。原因有两个方面:第一,在高新技术行业的并购给目标企业带来的知识、管理技能、技术、品牌和生产技能等更加优质。第二,管理和技术的自我提升空间更加大。在高新技术行业并购者主要来自欧美发达国家。这些国家的企业基于技术和管理上的竞争优势进行跨国并购。因此,被并购企业不仅可以获得先进技术,也能够提升自身的管理技能以及完善其他治理能力,从而提升目标企业的市场价值(Martynova和Renneboog,2008)。所以,高新技术行业的并购有可能促进了我国企业市场价值的更大提升。

金融行业包括银行、保险、证券、资产管理和房地产等行业。在金融行业的并购可能对目标企业市场价值的影响不太明显(Moeller et al.,2004)。原因可能是,这些行业的并购更可能是财务和资金的整合,而不是技术和管理的协同,因而发挥的并购效应不明显。除此之外,我国上述行业也存在自身特征。在我国上述行业基本都是国有垄断行业,要么是正处于市场上升时期,利润率较高且具有较大的市场势力。这就表明相对其他行业,上述行业经营遇到的战略瓶颈较少。反之,企业可能更愿意通过内部化来解决经营问题,以确保利润在企业内部分配。因此,在上述行业并购的发生仅带来了财务资产的协同,而对其实际管理和技术提升可能有限,因而其市场价值的提升就相对较低。综上,提出理论假设:

H7a:与其他行业相比,制造业的并购对我国企

业市场价值的提升更加明显。

H7b:与其他行业相比,高新技术行业的并购对我国企业市场价值的提升更加明显。

H7c:与其他行业相比,金融行业的并购对我国企业市场价值提升可能较低。

三、事件研究法与市场价值

(一)事件研究法

参照目前主流文献,本文采用标准事件研究法(Event Study Methodology)来考察外商并购对我国企业股票异常收益率的影响,从而判断外商并购是“创造”还是“破坏”了我国企业的市场价值。本文参照Kohli和Mann(2012)的研究,以外商并购公告日为事件窗口的0日,考察在各事件窗口我国企业获得的异常收益率。考虑到信息传播以及资本市场对并购事件的后续“发酵”,本文根据短、中和长期的原则,分别设立公告日前后1、5、30、40和50天等窗口。

依据目前主流文献,本文采用市场模型来估计正常收益率,以计算企业股票的异常收益率(Aybar和Ficici,2009)。异常收益率计算公式如下:

AR_{it}=R_{it}-R̂_{it} (1)

其中AR_{it}表示企业i在时期t的股票异常收益率,R_{it}表示其实际收益率,R̂_{it}表示其正常收益率。沿用上述文献的方法,运用市场模型计算股票正常收益率的具体方法如下:

R̂_{it}=α_i+β_i×R_{mt}+ξ_{it} (2)

其中R_{mt}表示股指收益率,α_i表示股指收益率为0时企业i在t期的正常收益率。β_i表示企业股票实际收益率对股指收益率的敏感弹性,因此β_i×R_{mt}表示股指收益率对所有股票的影响。ξ_{it}表示对特定股票的影响特征。通过(2)式就可以计算企业股票的正常收益率,然后依据(1)式计算出企业股票的异常收益率。

假如事件窗口的时间是从t=τ₁到t=τ₂,将这段时间的异常收益率加总就可以得到累计的异常收益率(CAR)。本文用累计异常收益率来衡量并购在事件窗口(τ₁τ₂)内对企业市场价值的影响。每家企业股票的累计异常收益率计算如下:

CAR_i=∑_{t=τ₁}^{τ₂}AR_{it} (3)

又由(3)式可知N个样本企业的平均累计异常收益率(CAAR)为:

CAAR=1/N∑_{i=1}^N∑_{t=τ₁}^{τ₂}AR_{it} (4)

通过检验平均累计异常收益率的符号,就能判断并购事件对企业市场价值的影响。如果CAAR显著大于0,说明并购事件使得企业在公告日窗口内获得了显著为正的异常收益率。这就说明并购事件增加了企业市场价值或财富,也表明资本市场普遍认同该次并购事件,并给出了正面评价。如果CAAR显著小于0,则说明并购事件可能“破坏”了企业市场价值。

(二)数据和样本说明

本文数据样本来自BVD全球跨国并购数据库。该数据库是目前学术界研究并购和跨国并购最权威的数据库之一。根据BVD(Zephyr)数据库,整理出2004年1月-2015年8月的外商企业并购我国企业的事件。本文采取以下措施来选择样本企业:第一,剔除样本中的非上市企业;第二,考虑到并购成功后对企业中长期市场价值的影响,剔除了没有成功交易的样本;第三,考虑到并购事件的影响程度,只选择并购完成后,外商企业占股超过5%的企业;第四,由于部分企业的股票数据需要手动收集,剔除了股票数据不全和财务数据不全的企业样本。根据上述原则,本文最终获得了574个企业样本。

样本描述见表1。由表1可知,从年份来看,2008-2010年外商并购我国企业的数量较多。这可能与全球经济不景气,跨国公司在全球通过并购重新配置资产有关。从外商企业来源地来看,来自美国、香港和英国的企业排名前3位,这与我国企业吸收的外商投资来源地基本相符。从行业分布来看,并购最多的4个行业是金属冶炼、机械制造、交通运输和金融业。这也与我国近年来吸收外资的行业结构基本相符。

表1 样本描述

按年份的样本		按国别(地区)的样本		按行业的样本	
2004	21	美国	186	金属冶炼	89
2005	17	香港	88	机械制造	82
2006	12	英国	77	交通运输	80
2007	60	瑞典	36	金融业	64
2008	152	瑞士	35	建筑业	58
2009	128	丹麦	27	农业和矿产资源	46
2010	105	新加坡	25	批发和零售	17
2011	29	韩国	17	食品和饮料	15
2012	12	法国	16	服装和纺织	16
2013	15	日本	15	燃气和水电	15
2014	6	澳大利亚	15	其它制造业	16
2015	17	其它国家	37		

(三)事件研究法的分析

1.总体检验(见表2)。从公告日5天内的CAAR来看,除了(-1 0)和(1 5)窗口不显著外,其余窗口都显著为正。这说明在上述窗口期内,被并购事件使得我国企业获得了明显异常收益率。从公告日30天左右的CAAR来看,各窗口期内都显著为正,且平均累计异常收益率达到5%左右。在公告日40天左右的事件窗口,CAAR也都显著为正,且平均在7%左右。随着窗口期扩大,在公告日50天左右各窗口,CAAR仍然显著为正,平均也达到7%左右。通过对上述事件研究分析,可以得到以下两个结论:第一,在被并购公告日各窗口,我国企业总体取得了显著为正的累计异常收益率。这说明外商企业的并购为我国企业“创造”了市场价值。第二,随着时间窗口扩大,平均累计异常收益率增加,从3%增加到7%左右。这说明随着并购信息扩散和后续发酵,中期来看我国企业获得了更高的异常收益率。

表2 总体分析

事件窗口	CAAR	T-test	事件窗口	CAAR	T-test
(-1 5)	0.032	2.688***	(-40 30)	0.087	6.243***
(-1 1)	0.031	2.402**	(-40 5)	0.069	4.399***
(-1 0)	0.003	1.503	(-40 1)	0.071	4.522***
(0 1)	0.022	3.241***	(-40 0)	0.038	3.465***
(0 5)	0.024	3.422***	(-50 30)	0.097	6.764***
(1 5)	0.003	1.114	(-50 5)	0.076	4.626***
(1 30)	0.032	5.519***	(-50 1)	0.074	4.475***
(0 30)	0.050	6.601***	(-50 0)	0.040	3.650***
(-1 30)	0.063	6.315***			

注:(1)CAAR表示平均累计异常收益率;(2)***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。下表同。

2.国有和非国有企业比较(见表3)。首先来看非国有企业的检验。在公告日40-50天左右的窗口内,CAAR1都显著为正,且平均为5%左右。在公告日30天左右的窗口内,CAAR1也显著为正,且平均为4%左右。在公告日5天内,窗口(0 1)和(0 5)的CAAR1显著为正,且平均为0.8%。因此,从各窗口期的平均累计异常收益率来看,外商并购我国非国有企业为其带来了显著为正的异常收益率,因而提升了其市场价值。接着来看国有企业的检验。在公告日50、40和30天左右的各窗口,CAAR2都显著为正,且平均分别为7.5%、7%和5%左右。在公告日5天内各窗口,除了窗口(1 5)的CAAR2不显著外,其他窗口都显著,且平均为3%左右。这同样说明外商

并购也提升了我国国有企业的市场价值。哪类企业的提升作用更大呢?具体来看CAAR1-CAAR2的检验。从其差值(Different)系数来看,几乎都为负,且在窗口(0 1)内显著,说明被并购后国有企业获得的异常收益率显著超过了非国有企业,可以认为我国国有企业被并购创造了更大的市场价值。这验证了理论假设H1。

表3 国有和非国有企业比较

时间窗口	非国有企业		国有企业		CAAR1-CAAR2	
	CAAR1	T-test	CAAR2	T-test	Different	T-test
(-50 30)	0.083	4.258***	0.105	5.316***	-0.021	-0.734
(-50 5)	0.056	2.961***	0.089	3.700***	-0.033	-0.978
(-50 1)	0.076	3.081***	0.072	3.299***	0.003	0.114
(-50 0)	0.041	2.213**	0.040	2.904***	0.0005	0.023
(-40 30)	0.077	3.731***	0.094	5.008***	-0.017	-0.595
(-40 5)	0.051	2.678***	0.079	3.553***	-0.027	-0.866
(-40 1)	0.071	3.115***	0.071	3.347***	0.0007	0.024
(-40 0)	0.042	2.239**	0.036	2.642***	0.005	0.254
(-1 30)	0.044	4.615***	0.075	4.973***	-0.031	-1.516
(0 30)	0.038	4.187***	0.058	5.263***	-0.019	-1.239
(1 30)	0.030	3.659***	0.033	4.198***	-0.003	-0.254
(-1 5)	0.009	1.541	0.047	2.448**	-0.038	-1.542
(-1 1)	0.006	1.565	0.047	2.221**	-0.040	-1.487
(-1 0)	-0.0004	-0.185	0.006	1.689*	-0.006	-1.329
(0 1)	0.007	2.023**	0.032	2.892***	-0.024	-1.713*
(0 5)	0.010	1.775*	0.032	3.020***	-0.022	-1.559
(1 5)	0.003	0.665	0.003	0.892	-0.0003	-0.048

注:CAAR1-CAAR2表现非国有和国有企业的平均累计异常收益率的差值。下表同。

3.并购规模和股权比重的检验(见表4)。按照并购后持有股权的比重,将大于20%的表示为并购,其余表示为合资,以观察并购规模或持有股权比重的差异对目标企业市场价值的影响。在公告日50、40和30天左右的窗口,CAAR1都显著为正,且平均为10%、9%和6%。在公告日5天左右,在窗口(0 1)和(0 5)取得了显著为正的CAAR1,且平均为4%。这说明在并购各窗口期内,我国企业获得了显著为正的异常收益率。因此,在并购规模较大的事件中,外商企业对我国企业并购为后者创造了明显的市场价值。在合资样本的事件分析中,公告日50、40和30天左右的窗口也都取得了显著为正的CAAR2,且平均为6%、5%和4%。在公告日5天左右,除了(-1 0)和(1 5)不显著外,其他窗口的CAAR2都显著为正,且平均为1%左右。所以,在规模较小的并购中,

外商并购事件也为我国企业创造了市场价值。从两者的 Different 差值来看,其系数几乎都为正,且在部分窗口显著。特别是在公告日5天左右的窗口内,显著的比重较高,而随着并购信息有效传播,显著比重下降。这表明在短期内,被并购股权比重越大,则为我国企业创造的市场价值越明显,而中期来看这种趋势有所消退。因此,并购规模或股权越大,则企业获得市场价值越高。这与理论假设 H2 存在差异。

表 4 并购规模比较的检验

时间窗口	并购(>20%)		合资(<=20%)		CAAR1- CAAR2	
	CAAR1	T-test	CAAR2	T-test	Different	T-test
(-50 30)	0.137	3.446***	0.084	6.013***	0.053	1.598
(-50 5)	0.127	2.372**	0.060	4.455***	0.067	1.734*
(-50 1)	0.079	2.348**	0.072	3.810***	0.006	0.171
(-50 0)	0.061	2.747***	0.034	2.652***	0.027	1.050
(-40 30)	0.123	3.375***	0.076	5.298***	0.046	1.416
(-40 5)	0.117	2.458**	0.053	3.823***	0.063	1.731*
(-40 1)	0.083	2.650***	0.067	3.699***	0.016	0.451
(-40 0)	0.053	2.575***	0.033	2.581***	0.019	0.765
(-1 30)	0.094	2.880***	0.053	6.616***	0.041	1.775*
(0 30)	0.058	2.871***	0.048	6.185***	0.010	0.560
(1 30)	0.022	2.057**	0.035	5.141***	-0.013	-0.959
(-1 5)	0.078	1.647	0.018	3.402***	0.060	2.114**
(-1 1)	0.087	1.638	0.014	3.272***	0.072	2.354**
(-1 0)	0.013	1.552	0.0005	0.331	0.013	2.283**
(0 1)	0.048	1.880*	0.014	3.462***	0.034	2.091**
(0 5)	0.042	1.786*	0.018	3.406***	0.024	1.487
(1 5)	-0.002	-0.381	0.005	1.408	-0.007	-1.005

4.支付方式差异的检验(见表5)。在现金支付的并购中,除了窗口(-1 0)和(1 5)不显著外,其他的 CAAR1 都显著为正,且平均为5%左右。这说明现金方式支付的并购为我国企业创造了明显的市场价值。接着看其他支付方式。大多数窗口的 CAAR2 都显著为正,且获得了平均3%左右的异常收益率。这也表明其他方式也能够为我国企业创造市场价值。从 CAAR1- CAAR2 的差值(Different)来看,在部分窗口其差值为正且显著,说明现金支付方式为企业创造了更高的市场价值。这验证了理论假设 H4。

5.并购来源国的检验(见表6)。首先来看其他国家检验。并购公告日50、40和30天左右,各事件窗口的 CAAR1 都显著为正,且平均为6%、6%和3%左右。在公告日5天左右,窗口(0 1)的 CAAR1 显著为正,说明也获得了正的回报。因此,即使并购国

企业来自其他国家和地区,并购事件也给我国企业创造了市场价值。在主流欧美发达国家的并购中,除了窗口(-1 0)的 CAAR2 不显著外,其他各窗口都显著为正,说明来自上述国家的并购同样为我国企

表 5 支付方式差异检验

时间窗口	现金支付		其他方式		CAAR1- CAAR2	
	CAAR1	T-test	CAAR2	T-test	Different	T-test
(-50 30)	0.080	2.563***	0.105	7.268***	-0.024	-0.821
(-50 5)	0.080	2.012**	0.074	5.182***	0.005	0.164
(-50 1)	0.066	2.341**	0.077	3.826***	-0.011	-0.316
(-50 0)	0.058	4.289***	0.005	1.234	0.053**	2.265
(-40 30)	0.070	2.431**	0.096	6.376***	-0.025	-0.864
(-40 5)	0.060	1.664*	0.073	5.019***	-0.012	-0.378
(-40 1)	0.057	2.126**	0.078	4.034***	-0.021	-0.645
(-40 0)	0.061	4.372***	-0.004	-1.045	0.066	2.816***
(-1 30)	0.094	3.783***	0.047	5.873***	0.046	2.220**
(-1 5)	0.077	2.238**	0.009	2.079**	0.067	2.635***
(-1 1)	0.079	2.087**	0.007	1.865*	0.072	2.595***
(-1 0)	0.007	1.033	0.001	1.765*	0.005	1.009
(0 1)	0.053	2.798***	0.006	1.797*	0.046	3.170***
(0 5)	0.053	2.881***	0.009	1.922*	0.043	2.972***
(0 30)	0.079	4.736***	0.036	4.641***	0.042	2.634***
(1 5)	0.001	0.180	0.004	1.338	-0.003	-0.542
(1 30)	0.034	3.459***	0.031	4.307***	0.003	0.274

表 6 并购来源国的检验

时间窗口	其他国家和地区		欧美发达国家		CAAR1- CAAR2	
	CAAR1	T-test	CAAR2	T-test	Different	T-test
(-50 30)	0.085	4.402***	0.113	5.434***	-0.027	-0.942
(-50 5)	0.068	2.892***	0.088	4.119***	-0.019	-0.573
(-50 1)	0.075	3.560***	0.072	2.719***	0.002	0.086
(-50 0)	0.039	2.711***	0.042	2.446***	-0.003	-0.142
(-40 30)	0.080	4.265***	0.098	4.699***	-0.017	-0.624
(-40 5)	0.062	2.826***	0.079	3.678***	-0.017	-0.532
(-40 1)	0.069	3.452***	0.073	2.916***	-0.004	-0.130
(-40 0)	0.039	2.690***	0.037	2.180**	0.002	0.104
(-1 30)	0.051	3.564***	0.081	6.225***	-0.030	-1.476
(0 30)	0.039	4.028***	0.068	5.419***	-0.029	-1.857*
(1 30)	0.026	3.280***	0.042	4.829***	-0.015	-1.326
(-1 5)	0.026	1.373	0.042	3.698***	-0.016	-0.667
(-1 1)	0.030	1.470	0.033	3.029***	-0.002	-0.079
(-1 0)	0.003	1.231	0.003	0.890	-0.001	-0.024
(0 1)	0.017*	1.879	0.029	2.914***	-0.011	-0.829
(0 5)	0.014	1.591	0.037	3.475***	-0.023	-1.691*
(1 5)	-0.0006	-0.164	0.009	2.080**	-0.009	-1.684*

注:欧美发达国家具体指美国、英国、法国和德国等传统发达国家。

业创造了市场价值。从 CAAR1-CAAR2 的差值 (Different) 来看, 大多数窗口的差值都为负, 且在 (0 30)、(0 5) 和 (1 5) 的窗口显著, 说明来自欧美发达国家的并购促进了我国企业市场价值的更快增长。这验证了理论假设 H6。

6. 行业差异的检验 (见表 7)。首先来看制造业和其他行业的比较。制造业和其他行业的差值 (Different) 在多数窗口都为正, 且在公告日 50 和 40 天左右的窗口内有显著为正的情况, 均值达到 1% 左右。这说明制造业的并购明显促进了我国企业市场价值的更大提升。这与理论假设 H7a 一致。两类行业的差值 (Different) 也在大部分窗口为正, 在 50 和 40 天左右的部分窗口同样呈现显著为正, 且均值为 1% 左右。这也说明高新技术行业的并购促进了我国企业市场价值的更大提升。这验证了理论假设 H7b。金融和其他行业的差值 (Different) 在各窗口几乎为负, 且在公告日 40 和 30 的部分窗口显著。这说明相对而言, 金融行业的并购为我国企业创造的市场价值较低。这验证了理论假设 H7c。

表 7 各行业比较分析

时间窗口	制造-其他行业		高科技-其他行业		金融-其他行业	
	CAAR1- CAAR2	T-test	CAAR1- CAAR2	T-test	CAAR1- CAAR2	T-test
(-50 30)	0.046	1.686*	0.087	2.042**	-0.074	-1.549
(-50 5)	0.060	1.787*	0.077	1.564	-0.069	-1.241
(-50 1)	-0.030	-0.907	-0.066	-1.337	0.070	1.268
(-50 0)	0.055	2.476**	0.073	2.211**	-0.035	-0.936
(-40 30)	0.042	1.480	0.078	1.855*	-0.080	-1.705*
(-40 5)	0.039	1.255	0.081	1.726*	-0.052	-1.000
(-40 1)	-0.025	-0.807	-0.074	-1.566	0.069	1.314
(-40 0)	0.041	1.854*	0.071	2.148**	-0.021	-0.585
(-1 30)	0.003	0.188	-0.008	-0.296	-0.054	-1.679*
(0 30)	0.001	0.090	-0.008	-0.387	-0.057	-2.245**
(1 30)	-0.009	-0.792	-0.002	-0.131	-0.030	-1.517
(-1 5)	0.015	0.638	-0.013	-0.357	-0.041	-1.001
(-1 1)	0.028	1.071	-0.020	-0.508	-0.044	-1.000
(-1 0)	0.006	1.223	-0.006	-0.930	-0.007	-0.901
(0 1)	0.012	0.890	-0.0004	-0.213	-0.026	-1.116
(0 5)	-0.002	-0.207	0.0002	0.012	-0.026	-1.140
(1 5)	-0.017	-0.855	0.006	0.689	0.002	0.224

四、实证检验和结果分析

(一) 模型设定

由于事件研究法可能存在其他未考虑的因素而导致研究结论存在偏差, 如企业自身素质、CAAR 计

算中的个股流动性风险、截面相关和事件日累积等。本文建立计量模型, 在控制其他影响因素的基础上进行实证分析, 以观察上述结论的稳健性。根据 Kohli 和 Mann (2012) 的研究, 计量模型设定如下:

$$car_{it} = \alpha_0 + \sum_{j=1}^n \beta_j \cdot firm_{it} + \sum_{j=1}^n \theta_j \cdot mac_{it} + \sum_{j=1}^n \varphi_j \cdot industry_{it} + \xi_{it} \quad (5)$$

其中, car_{it} 表示在特定时间窗口的累计异常收益率。参照 Aybar 和 Ficici (2009) 的研究, 本文主要考察了三类因素对目标企业市场价值的影响。 $firm_{it}$ 表示目标企业的特征变量, 具体包括市场价值、盈利能力、经营效率、生产效率和所有制等因素。 mac_{it} 表示并购特征, 具体包括并购金额、并购股权比重、并购溢价和支付方式。 $industry_{it}$ 表示行业和其他变量, 具体包括行业相关性、高新技术行业、金融和外商企业来源国家。 α_0 和 ξ_{it} 分别表示常数项和模型误差项, 且假定 $E(\xi_{it})=0$ 。此外, 还控制了时间和地区固定效应。

(二) 变量设定和说明

本文参照 Hope et al. (2011) 的方法设定并购溢价。各指标的设定和描述见表 8。为了观察变量是否存在严重的多重共线性问题, 本文也检验了相关系数。各变量的相关系数最大不超过 0.4, 说明不存在严重的多重共线性问题。

表 8 变量统计描述

variable	name	mean	min	max	description
car	累计异常收益率	0.080	-0.750	1.860	CAR(-30 30)
mvalue	市场价值	10.18	7.660	17.91	被并购企业的市场价值(取自然对数)
profit	盈利能力	0.138	0.021	0.631	利润额/总资产
revenue	经营效率	0.670	0.120	1.340	销售收入/总资产
lp	生产效率	5.230	2.310	13.23	销售收入/就业人数(取自然对数)
soe	国有企业	0.390	0	1	是否为国有企业, 是为 1, 否则为 0
avalue	并购规模	8.470	3.240	14.58	并购金额(取自然对数)
stake	并购股权比重	13.50	5	75	并购股权比重(%)
premium	并购溢价	0.160	-0.940	12.75	并购溢价
cash	支付方式	0.320	0	1	现金支付为 1, 否则为 0
develop	是否发达国家	0.600	0	1	欧美发达国家为 1, 否则为 0
finance	金融行业	0.050	0	1	金融行业为 1, 否则为 0
tech	高新技术行业	0.120	0	1	高新技术行业为 1, 否则为 0
relation	行业相关性	0.070	0	1	相关行业为 1, 否则为 0

注: 高新技术行业主要指电子、通信设备、计算机和仪器仪表等行业。

(三) 基准检验

具体检验见表9。被并购企业的市场价值(mvalue)系数显著为负,控制时间和地区固定效应后仍然稳健。这说明在并购前被并购企业市场价值越大,则在并购后获得累计异常收益率越低。企业盈利能力(profit)的系数为正,控制时间和地区固定效应后变为显著。这说明企业在被并购前的盈利能力越强,则在并购后获得异常收益率可能越高。企业经营效率(revenue)系数显著为正,控制固定效应后仍然稳健。这说明企业在被并购前经营效率越高,则在被并购后获得的累计异常收益率也越高。企业生产效率(lp)的系数显著为负,但是控制固定效应后变得不再显著。从这不能得到其与并购收益的确切关系。企业所有制特征(soe)的系数显著为正,控制固定效应后显著性下降,但是仍然显著。这说明我国国有企业被并购后获得了更大市场价值。这与理论假设H1预测一致。

接着来看并购特征的相关变量。并购规模(avalue)的系数显著为正,控制固定效应后仍然稳健。这说明并购规模越大,则我国被并购企业获得市场价值越大。并购股权比重(stake)的系数符号不稳健,且都不显著,但控制固定效应后变为正。总体来看,这与理论假设H2的预测基本一致。并购溢价(premium)的系数为正,且部分显著,控制时间和地区固定效应后变得显著。这说明外商支付的并购溢价越高,则我国被并购企业获得的市场价值越高。这与理论假设H3预测一致。并购支付方式(cash)的系数在控制时间和地区固定效应后显著为正。这说明当外商采用现金支付形式时增加了我国被并购企业获得的累计异常收益率。这与理论假设H4预测一致。

最后来看行业 and 外商来源国特征。外商来源于欧美主流发达国家(develop)的系数为正,控制固定效应后变得显著。这说明欧美主流发达国家的并购给我国企业创造了更大市场价值。这与理论假设H6预测一致。并购发生在金融行业(finance)的系数为负,控制固定效应后显著。这说明如果并购发生在金融行业,则降低了我国相关企业的市场价值。这与理论假设H7c预测一致。并购发生在高新技术行业(tech)的系数显著为正,控制固定效应后仍然稳健。这说明如果并购发生在高新技术行业,则提升了我国相关企业的市场价值。这也与理论假设H7b预测一致。行业相关性(relation)的系数显著为正,控制固定效应后仍然稳健。这表明如果并购发生在相关行业,则我国被并购企业的市场价值提

升更大。这与理论假设H5预测一致。

表9 基准检验

	(1)	(2)	(3)
mvalue	-0.095*** (-4.44)	-0.072*** (-3.52)	-0.105*** (-4.62)
profit	0.015 (1.59)	0.017** (2.01)	0.019** (2.24)
revenue	0.057** (2.56)	0.050** (2.37)	0.052** (2.20)
lp	-0.043** (-2.48)	-0.037 (-1.31)	-0.025 (-1.24)
soe	0.161*** (2.97)	0.109** (2.17)	0.043* (1.84)
avalue	0.116*** (5.50)	0.081*** (4.04)	0.079*** (3.91)
stake	-0.003 (-0.84)	-0.001 (-0.16)	0.004 (1.05)
premium	0.032 (1.58)	0.028 (1.45)	0.062*** (2.59)
cash	0.069 (1.34)	0.008 (1.16)	0.046* (1.89)
develop	0.050 (1.06)	0.022 (0.50)	0.035* (1.78)
finance	-0.062 (-0.50)	-0.088 (-0.73)	-0.145* (-1.80)
tech	0.170** (2.40)	0.134** (2.05)	0.200** (2.37)
relation	0.0924 (0.87)	0.186* (1.84)	0.178* (1.74)
constant	0.464 (1.60)	0.696* (1.92)	1.026*** (2.72)
year	no	yes	yes
region	no	no	yes
N	574	574	574
adj. R ²	0.099	0.249	0.286
F	5.838	8.585	6.468

注:(1)被解释变量为窗口(-30 30)的累计异常收益率,即CAR(-30 30);(2)括号内为t值,***、**和*分别表示在1%、5%和10%水平上显著。

(四) 稳健性分析

本文将累计异常收益率的窗口扩宽进行稳健性分析。将累计异常收益率的窗口从(-30 30)扩展到(-50 30),具体结果见表10。首先来看企业特征变量。企业市场价值(mvalue)的系数显著为负,说明其市场价值越高,则被并购后市场价值提升的空间越有限。企业盈利能力(profit)和经营效率(revenue)的系数都显著为正,说明我国被并购企业的盈利能力越强和经营效率越高,则被并购后其市场价值提升越多。企业生产效率(lp)的系数在控制固定效应后不显著,不能就此得到确切结论。企业所有

制(soe)的系数显著为正,说明我国国有企业被并购创造了更大市场价值。这再次验证了理论假设H1。

表 10 稳健性检验

	(4)	(5)	(6)
mvalue	-0.087*** (-4.28)	-0.062*** (-3.20)	-0.095*** (-4.46)
profit	0.014 (1.56)	0.016** (2.04)	0.018** (2.29)
revenue	0.055*** (2.61)	0.046** (2.36)	0.049** (2.24)
lp	-0.041** (-2.47)	-0.035** (-2.31)	-0.011 (-0.61)
soe	0.152*** (2.94)	0.096** (2.05)	0.043* (1.68)
avalue	0.109*** (5.42)	0.072*** (3.80)	0.068*** (3.57)
stake	-0.001 (-0.36)	0.002 (0.53)	0.004 (1.16)
premium	0.029 (1.51)	0.023 (1.31)	0.051** (2.29)
cash	0.074 (1.52)	0.009 (1.19)	0.040* (1.82)
develop	0.047 (1.05)	0.019 (1.47)	0.037* (1.88)
finance	-0.028 (-0.24)	-0.062 (-0.55)	-0.113* (-1.89)
tech	0.155** (2.31)	0.121** (1.98)	0.201** (2.53)
relation	0.015 (0.15)	0.108 (1.15)	0.123* (1.69)
constant	0.419 (1.52)	0.587* (1.73)	0.944*** (2.66)
year	no	yes	yes
region	no	no	yes
N	574	574	574
adj. R ²	0.093	0.270	0.301
F	5.542	9.485	6.886

注:被解释变量为累计异常收益率CAR(-50 30)。

接着来看并购特征。并购规模(avalue)的系数显著为正,而并购股权(stake)的系数不显著,说明并购规模越大“创造”的市场价值越高,但并购股权越高则是不一定的。这也部分验证了理论假设H2。并购溢价(premium)的系数显著为正,说明支付溢价越高,则我国企业的市场价值提升越大。支付方式(cash)的系数在控制固定效应后显著,说明现金支付方式为我国企业创造了更高市场价值。总之,通过对并购特征的稳健性分析,其所得到的结论与基准检验一致,再次验证了上述理论假设。

最后来看行业 and 外商来源国特征。欧美主流发达国家(develop)的系数在控制固定效应后显著为

正,说明上述国家对我国企业的并购为后者创造了更大市场价值。金融行业(finance)的系数在控制固定效应后为负,说明与其他行业相比,我国金融企业被并购创造的市场价值相对较低。高新技术(tech)的系数显著为正,说明高新技术行业的并购为我国被并购企业创造了更高市场价值。行业相关性(relation)在控制固定效应后显著为正,也说明在相关行业我国企业被并购创造了更高市场价值。上述检验结论与基准检验的结论一致。通过稳健性分析,再次验证了上述理论假设,说明本文的结论是稳健的。

五、结论和政策含义

本文基于BVD全球并购数据库,利用标准事件研究法和实证检验相结合的方法研究了外商并购对我国企业市场价值的影响。通过事件研究分析,本文得到以下结论:第一,外商并购使得我国被并购企业在公告日各窗口总体获得了显著为正的异常收益率。第二,与非国有企业相比,我国国有企业被并购获得的异常收益率更高。第三,被并购的股权比重越高,我国企业获得的市场价值越高。第四,与其他支付方式相比,现金支付方式为我国被并购企业“创造”了更高市场价值。第五,与其他来源国相比,来自欧美主流发达国家的企业对我国企业的并购创造了更高市场价值。第六,不同行业的并购对我国企业的市场价值有不同影响。具体而言,与其他行业相比,外商企业在制造业或高新技术行业的并购为我国企业创造了更高的市场价值;与其他行业相比,外商企业在金融行业的并购为我国被并购企业创造的市场价值较低。

在此基础上,本文进一步构建计量模型进行实证检验。通过检验得到以下几个结论:第一,从企业特征来看,企业市场价值越高,则其被并购后创造的市场价值越低;企业盈利能力越强和经营效率越高,则其被并购后创造的市场价值越高;我国国有企业被并购创造了更高的市场价值。第二,从并购特征来看,并购规模越大则为我国企业创造的市场价值越大,而并购股权越高则是不一定的;外商企业支付的并购溢价越高,则我国企业获得市场价值越大;外商企业以现金形式支付为我国企业创造了更高市场价值。第三,从行业 and 外商来源国来看,如果外商企业来自欧美主流发达国家,则为我国企业创造了更大市场价值;如果外商企业的并购发生在金融行业,则我国相关企业获得的市场价值相对较低;如果并购发生在高新技术行业或相关行业,则为我国被并购企业创造了更高市场价值。

改革开放进入新阶段,通过引进外商直接投资来促进我国经济发展和企业竞争力提升仍然是我国改革开放的重要举措。然而,外商企业对我国企业的并购是否“蚕食”了我国企业的资产,“破坏”了其市场价值呢?经过本文研究,我们发现在短中期内,外商企业的并购总体促进了我国被并购企业的市场价值提升。当然,在各行业 and 不同企业表现出差异。通过上述研究,对我国政府、企业和相关政策部门的启示如下:第一,继续引进外商直接投资仍然是我国改革开放的重要举措。第二,在高新技术行业引进外商投资能够促进我国企业市场价值的更快提升。第三,我国国有企业通过引入战略投资者有效提高了其市场价值。第四,我国金融行业引入外商投资可能需要谨慎对待。■

[参考文献]

- [1] 王红领,李稻葵,冯俊新. FDI与自主研发——基于行业数据的经验研究[J]. 经济研究, 2006, (2).
- [2] 蒋殿春,张宇. 经济转型与外商直接投资技术溢出效应[J]. 经济研究, 2008, (7).
- [3] 李梅. 外资并购的经营绩效分析[J]. 财贸经济, 2008, (6).
- [4] 邱伟年, 欧阳静波. 外资并购与民营并购绩效的比较——基于 1995—2009 年经验数据[J]. 国际贸易问题, 2011, (8).
- [5] Akbulut, M. E., Matsusaka, J. G. 50+ Years of Diversification Announcements[J]. Financial Review, 2010, 45: 231-262.
- [6] Amihud, Y. L., Lev, B., Travlos, N. Corporation Control and The Choice of Investment Financing: The Case of Corporation Acquisitions[J]. Journal of Finance, 1990, 45: 603-616.
- [7] Auster, E., M. Sirower. The Dynamics of Merger and Acquisitions Waves: A Three-stage Conceptual Framework with Implication for Practice[J]. Journal of Applied Behavioral Science, 2002, 47: 216-244.
- [8] Aybar, B., Ficici, A.. Cross-border Acquisitions and Firm Value: An Analysis of Emerging-market Multinationals[J]. Journal of International Business studies, 2009, 40: 1317-1338.
- [9] Bebenroth, R., M. Hemmert. Are Emerging Market Multinationals Milking Their Cross Border Acquisition Target: A Study of Inbound Japanese and Korean M&As[D]. Kobe University, RIEB, DP2013-06, 2013.
- [10] Bertrand, O., H. Zitouna. Domestic versus Cross-border Acquisitions: Which Impact on the Target Firms' Performance[J]. Applied Economics, 2008, 40: 2221-2238.
- [11] Bris, A., C. Cabolis. The Value of Investor Protection: Firm Evidence from Cross-border Mergers[J]. Review of Financial Studies, 2008, 21: 605-648.
- [12] Chari, A., P. Ouimet, L. Tesar. Cross-border Mergers and Acquisitions in Emerging Countries: The Stock Market Valuation of Corporate Control[M]. EFA 2004, Maastricht.
- [13] Danbolt, J. Target Company Cross-border Effects in Acquisitions into the UK[J]. European Financial Management, 2004, 10(1): 83-108.
- [14] Francis, B., I. Hasan, X. Sun. Financial Market Integration and The Value of Global Diversification: Evidence for US Acquires in Cross-border Merges and Acquisitions[J]. Journal of Banking and Finance, 2008, 32: 1522-1540.
- [15] Bhagat, S., S. Malhotra, P. C. Zhu. Emerging Country Cross Border Acquisitions: Characteristics, Acquirer Returns and Cross-Sectional Determinants[J]. Emerging Markets Review, 2011, 12: 250-271.
- [16] Goergen, M., Renneboog, L. Shareholder Wealth Effects of European Domestic and Cross-border Takeover Bids[J]. European Financial Management, 2004, 10: 9-45.
- [17] Hope, Ole-Kristian, B. W., Thomas, D. Vyas. The Cost of Pride: Why Do Firms from Developing Countries Bid Higher?[J]. Journal of International Business Studies, 2011, 42: 128-151.
- [18] Luo, Y., Tung, R. International Expansion of Emerging Market Enterprises: A Springboard Perspective[J]. Journal of International Business Studies, 2007, 38(4): 481-498.
- [19] Kohli, R., B. S. Mann. Analyzing Determinants of Value Creation in Domestic and Cross Border Acquisitions in India[J]. International Business Review, 2012, 21: 998-1016.
- [20] Magenheimer, E. B., E. C. Mueller. Are Acquiring-Firm Shareholders Better Off after an Acquisition[A]. In John C. Coffee, Jr., Louis Lowenstein, and Susan Rose-Ackerman, Editors, Knights, Raiders and Targets: The Impact of Hostile Takeover[M]. New York: Oxford University Press, 1998.
- [21] Malmendier, U., Tate, G. Does Overconfidence Affect Corporate Investment? CEO Overconfidence Measures Revisited[J]. European Financial Management, 2005, 11: 649-659.
- [22] Malmendier, U., G. Tate. Who Makes Acquisitions? CEO Overconfidence and the Market's Reaction[J]. Journal of Financial Economics, 2008, 88(1): 20-43.
- [23] Mann, B. J., Kohli, R. Target Shareholder's Wealth Creation in Domestic and Cross-border Acquisitions in India[J]. International Journal of Commerce and Management, 2011, 21(1): 63-81.
- [24] Mantecon, T. Mitigating Risks in Cross-border Acquisitions[J]. Journal of Banking and Finance, 2009, 33: 640-651.
- [25] Martin, K. J. The Method of Payment in Corporate Acquisitions, Investment Opportunities and Managerial Ownership[J]. Journal of Finance, 1996, 51(4): 1227-1246.
- [26] Martynova, M., L. Renneboog. Spillover of Corporation Governance Standards in Cross-border Mergers and Acquisitions[J]. Journal of Corporation Finance, 2008, 14: 200-223.
- [27] Martynova, M., L. Renneboog. Takeovers Waves: Triggers, Performance and Motives[D]. Discussing Paper, Tilburg University, Center for Economic Research, 2005.
- [28] Moeller, S. B., F. P. Schlingemann, R. M., Stulz. Firm Size and the Gains from Acquisitions[J]. Journal of Financial Economics, 2004, 73: 201-228.
- [29] Uddin, M., A. Boateng. An Analysis of Short-Run Performance of Cross-Border Mergers and Acquisitions: Evidence from the UK Acquiring Firms[J]. Review of Accounting and Finance, 2009, 8: 431-453.

(责任编辑:WQS / 校对:XY)